

УДК 330.322

СТАРИЦКИЙ Владимир Михайлович – к.э.н., доцент кафедры «Менеджмент» (men_756@mail.ru)

ИНВЕСТИЦИОННАЯ ПОЛИТИКА КОМПАНИИ В УСЛОВИЯХ КОНФЛИКТА ИНТЕРЕСОВ

Аннотация. Рассматриваются инвестиционная политика компаний в условиях конфликта агентских интересов, характерные особенности эффекта «замещения активов», эффекта «нависания долга» и эффекта «смещения оптимального инвестиционного периода», следствием которых являются переинвестирование или недоинвестирование компании и снижение ее стоимости.

Ключевые слова: конфликт, инвестиционные барьеры, эффект, переинвестирование, недоинвестирование.

Staritskiy V.M., Ph.D., assistant professor of «Management», Tver (men_756@mail.ru)

INVESTMENT POLICY IN THE CONFLICTS OF INTEREST

Abstract. The article considers the company's investment policy in the context of the conflict of interests agency, the characteristics of the effect of «asset substitution» effect «debt overhang» and the effect of «bias optimal investment period» and lead to overinvestment or underinvestment company and reducing its cost.

Keywords: conflict, investment barriers, effect, overinvestment, underinvestment.

В условиях инвестиционных барьеров, возникших под влиянием западных санкций, возможности максимизации рыночной стоимости российских компаний приобретают особую актуальность.

Менеджеры отечественных предприятий вынуждены внимательнее подходить к учету неявных издержек привлечения заемного капитала, их влияния на инвестиционный выбор. Возникает угроза обострения агентского конфликта между собственниками, кредиторами и менеджерами фирмы. Результатом может стать еще более низкая эффективность инвестиционной политики компании на фоне финансовых ограничений.

Анализ особенностей инвестиционного выбора при дефиците внешнего финансирования позволяет усовершенствовать механизмы противодействия отрицательным влияниям на динамику корпоративных финансов и смягчить конфликт агентских интересов.

Конфликт агентских интересов проявляется в существовании трех эффектов: «замещения активов», «нависания долга» и «смещения

оптимального инвестиционного периода». Их практическим следствием становится переинвестирование или недоинвестирование компании и снижение ее стоимости.

Эффект «замещения активов» оказывает наиболее значимое влияние на стоимость компании и инвестиционную политику фирмы. Величина издержек переинвестирования этого эффекта составляет более 9 % от стоимости фирмы [1]. Воздействие эффекта «замещения активов» проявляется, в частности, в том, что менеджеры реализуют более рискованные инвестиционные проекты, чем рассчитывают кредиторы.

Обычно это происходит, если внешние заимствования привлекаются до принятия инвестиционного решения. В этом случае менеджеры сознательно идут на риск с целью присвоения части инвестиционного дохода кредитора, который не получает достаточной компенсации за высокорискованные решения. В итоге происходит переинвестирование компании и снижение ее общей стоимости. Ресурсы становятся избыточными, не обеспечивают развитие компании, а лишь перераспределяются в пользу менеджеров.

С учетом такой перспективы кредиторы вынуждены повышать процентную ставку, что еще больше ограничивает возможности внешнего заимствования. В ответ менеджеры могут отдавать предпочтение наиболее рискованным проектам с целью компенсации выпадающего дохода. В конечном счете издержки переинвестирования начинают увеличиваться одновременно с усилением финансового рычага. Например, если инвестиционная политика фирмы осуществляется в рамках сложившейся структуры капитала, то реализация высокорискованных проектов становится доминирующей при финансовом рычаге, равном 0,5.

Если же привлечение кредита предопределяет выбор инвестиционной стратегии, то переинвестирование происходит при финансовом рычаге в 0,2 [1].

Для эффекта «нависания долга» характерно, наоборот, недофинансирование, когда менеджеры сознательно отказываются от реализации эффективных инвестиционных проектов. В этом случае растет количество отказов от инвестиционных вложений, увеличивающих стоимость компании. Этот эффект особенно искажает инвестиционную политику компании, если фирма вынуждена привлекать заемный капитал в период финансовых затруднений. Издержки недоинвестирования оцениваются как потери фирмы от осуществления операционной деятельности в процентах от стоимости компании. Их размеры будут меньше, если источником финансирования является собственный капитал. Для фирм с заемным капиталом такие издержки будут значительно выше. Исследования показывают, что степень влияния эффекта «нависания долга» на стоимость компании наиболее зависит от следующих факторов. Во-первых, этот эффект проявляется тем сильнее, чем меньше корреляция между денежными потоками реализуемого инвестиционного проекта и самой компании. Во-вторых, издержки недоинвестирования выше для

фирм с нестабильным денежным потоком. В-третьих, последствия эффекта наиболее значимы для фирм с долгосрочным долгом [3].

В среднем размеры недоинвестирования составляют 2,1–5,0 % к стоимости фирмы в зависимости от срока ее кредитных обязательств [4].

Эффект «снижения оптимального срока жизни инвестиционного проекта» возникает, если срок владения активами не совпадает со сроками истечения кредитных обязательств. Он проявляется в пере-инвестировании или недоинвестировании в зависимости от использования долгосрочных или краткосрочных заимствований. Результатом становится изменение оптимального периода завершения проекта. Переинвестирование, как правило, характерно для крупных компаний, имеющих возможность привлекать долгосрочные кредиты. В стремлении поддержать баланс между суммой активов и обязательств такие компании могут потерять интерес к завершению проектов с длительными сроками окупаемости.

Однако ситуация переинвестирования может возникнуть у средних предприятий. Это связано со стремлением их менеджеров к усилению своего контроля над активами компании. Высшее руководство предпримет реализацию проектов даже с отрицательной величиной их чистой приведенной стоимости. Негативное влияние агентского конфликта на стоимость компании будет еще сильнее, если сохраняется доступ к дешевым кредитам при низких инвестиционных возможностях предприятия. В этой ситуации менеджеры начинают финансировать неэффективные проекты или диверсифицировать бизнес путем приобретения непрофильных активов. Ориентация менеджеров на отбор проектов с отрицательной величиной NPV свидетельствует о наличии специфической менеджерской ставки дисконтирования, которая меньше средневзвешанной цены капитала (WACC). Подобный разрыв характерен для фирм с обострившейся проблемой агентских отношений и составляет 350–400 базисных пунктов [5].

Недоинвестирование характерно для ситуации ограниченного доступа к долгосрочным кредитам. Оно формирует у менеджеров мотивацию к отказу от реализации части проектов с положительной величиной NPV или более раннему завершению эффективных проектов. Собственники вынуждены учитывать возможность оппортунистического поведения менеджеров своих компаний, повышая ставки отсечения при принятии проектов по критериям NPV или IRR. Такая ставка повышается в условиях значительных будущих инвестиционных затрат или высокой неопределенности их возможной окупаемости. Следствием такой практики становится еще большее недоинвестирование компаний.

Использование краткосрочных заимствований усиливает риск ликвидности, т. е. опасность банкротства фирмы или сложность рефинансирования долга. Риск ликвидности также может влиять

на оптимальный срок инвестиционного проекта. Невозможность по-гасить в срок свои кредитные обязательства и стремление избежать процедуры банкротства заставляют менеджеров завершать досрочно экономически эффективные проекты. С другой стороны, рынок оценивает кредитоспособность фирмы как устойчивость ее финансового положения. Понижение рейтинга заемщика становится серьезным препятствием для него в поиске финансовых источников, прежде всего краткосрочных. В итоге фирма сталкивается с проблемой недофинансирования, поэтому компании с низким рейтингом, использующие преимущественно краткосрочные займы, наиболее подвержены эффекту «смещения оптимального срока жизни инвестиционного проекта». Для таких компаний характерна наибольшая деформация оптимальной финансовой политики в сторону преобладания краткосрочных заимствований.

Основным решением проблемы агентских интересов признается использование инструментов финансовой политики. В ряде исследований в качестве фактора, формирующего оптимальную инвестиционную политику, рассматривается использование заемного капитала, в том числе с целью выкупа части акций компании. Считается, что долг снижает агентские издержки свободного денежного потока, уменьшая объем средств, доступный менеджерам. В этом он более эффективно заменяет увеличение дивидендов. В результате уменьшаются отрицательные последствия эффекта «замещения активов». В случае недостаточного денежного потока выпуск акций уменьшает издержки недоинвестирования [6].

Предполагается, что контролирующая функция долга более важна для компаний, которые генерируют значительный денежный поток, но имеют слабые перспективы роста. И наоборот, эффект долга будет менее значителен для фирм с отсутствием свободного денежного потока.

Эффекты финансовой реструктуризации по-разному влияют на стоимость компании. Сделки, усиливающие финансовый рычаг, такие как выкуп акций и замена обыкновенных акций на привилегированные, замена привилегированных акций на облигации, приводят к росту стоимости компании. Сделки, ослабляющие финансовый рычаг (выпуск обыкновенных акций, конвертация привилегированных акций в обыкновенные, конвертация облигаций в акции), снижают рыночную стоимость фирмы [7].

Таким образом, основными параметрами, которые определяют на целесообразность привлечения заемных средств, можно считать инвестиционные возможности компании, размер ее финансового рычага и наличие неявных издержек и выгод трех эффектов. Кредитные обязательства, с одной стороны, обостряют конфликт между собственниками и кредиторами, усиливая действие эффекта «нависания долга». В результате фирма сталкивается с недоинвестированием. С другой стороны, долг смягчает конфликт между акционерами и менеджерами компании и снижает издержки переинвестирования для

компаний с низкими инвестиционными возможностями. Выгоды проявляются в усилении контроля над поведением менеджеров в случае возникновения агентского конфликта интересов.

Библиографический список

1. Mauer, D.C., (2005). Real option, agency conflicts, and optimal capital structure / D.C. Mauer, S. Sarkar // *Journal of Banking and Finance*. V. 29. P. 295–326.
2. Leland, H. (1998). Agency costs, risk management, and capital structure / H. Leland // *Journal of Finance*. V. 53. P. 1213–1243.
3. Parrino, R. (1999). Measuring investment distortions arising from stockholder – bondholder conflicts / R. Parrino, M.S. Weisbach // *Journal of Financial Economics*. V. 13. P. 187–221.
4. Titman, S. (2003). A dynamic model of optimal capital structure S. Titman, S. Tsyplakov / Working Paper. University of South Carolina and University of Texas at Austin; Moyen N (2005). How big is debt overhang problem? // *Journal of Economic Dynamics*. V. 31. P. 443–472.
5. Chirinko R.S. Schaller H.A. (2004). Revealed Preference Approach to Understanding Corporate Governance problems: Evidence from Canada // *Journal of Financial Economics*. V. 74. P. 125.
6. Stulz, R. (1990). Managerial discretion and optimal financing policies / R. Stulz // *Journal of Financial Economics*. V. 20. P. 264–282.
7. Jensen, M. (1993) Modern Industrial Revolution. Exit and the Failure of Internal Control Systems / M. Jensen // *Journal of Finance*. V. 48. P. 103–118.